

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **13,40€**Potencial: **+13,8%**Analista: **Pedro Echeguren***Reacción favorable en bolsa a los resultados 3T 2023 que cumplen con lo esperado*

Grifols

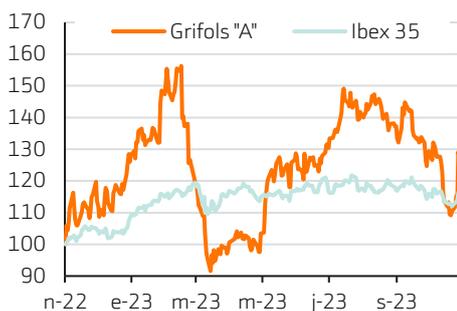
Datos

Precio 06/11/2023; Cierre (€)	11,78
Nº acciones serie A (M)	426,1
Capitalización (M€)	7.200,6
Máx/Mín (52 sem.)(€)	14,355 / 8,412
Comportamiento en 2023	9,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	GRLS.MC / GRF SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	208	100	230	376
% inc.	10,4	-52,2	131,4	63,3
EBITDA	1.221	1.260	1.569	1.853
% inc.	27,0	3,2	24,5	18,1
BPA (€)	0,30	0,15	0,34	0,55
% inc.	10,4	-52,2	131,4	63,3
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,22
% inc.	0,0	0,0	0,0	n.r.
PER (x)	31,9	72,3	31,3	19,1
VE/EBITDA (x)	13,0	13,0	10,3	8,5
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	1,8
P/V (x)	1,1	1,2	1,1	1,1

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	8,2	8,0	6,3	5,1
DFN/FF.PP. (x)	1,6	1,6	1,5	1,4
CF Op./DFN (%)	-0,1	3,8	6,4	8,5
DFN/CE (x)	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	3,2	3,9	5,0	5,8
ROE (%)	3,4	1,6	3,6	5,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1,2	-8,4	21,0
Relativo	0,3	-7,2	5,5

Accionariado

Familia Grifols:	31,1%
Capital Research and Management:	5,7%
BlackRock:	3,9%
Autocartera:	1,3%

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Nuestra valoración de los resultados 3T 2023 es neutral. Están en línea con lo esperado y no son una sorpresa. No obstante, destacamos la recuperación de márgenes motivada por el plan de mejora de eficiencia. Un atractivo es la posibilidad de acordar en 4T la venta de la participación en Shanghai RAAS y cerrar la transacción en 1S 2024. Esta desinversión permitiría a Grifols centrar su estrategia en impulsar su negocio en el mercado clave de Norteamérica, recortaría un endeudamiento que en repetidas ocasiones hemos calificado de elevado y, rebajaría el perfil de riesgo. El ROCE (3,8%) sigue siendo inferior al coste de la deuda. La aparición del catalizador de una desinversión y la mejora de márgenes ha impulsado el valor +12% tras publicar los resultados. Ajustamos nuestro Precio Objetivo hasta 13,40 €/acc. desde 13,20 €/acc., reiteramos nuestra recomendación Neutral.

Los resultados 3T 2023 están en línea con lo esperado

Los principales cifras 3T 2023 son: ventas 1.597M€ (+3,7% a/a, consenso 1.619M€). Margen bruto 39,6% (+3,4 p.p.), EBITDA ajustado 373€ (+16%, consenso 368M€), EBITDA 360M€ (+17%), EBIT 251M€ (+24%, consenso 247M€), BNA 59M€ (+34%, consenso 74M€), *cash flow* libre +33M€ (vs -148M€ en 3T 2022). Consecuentemente, en **9M 2023** las ventas son 4.822M€ (+10,8% a/a). Margen bruto 37,4% (-0,1 p.p.), EBITDA ajustado 1.032M€ (+15%), EBITDA 884M€ (-5%), EBIT 545M€ (-13%), BNA 3M€ (-98%), *cash flow* libre -204M€ (vs -1.913M€ en 9M 2022), DFN 10.572M€ (+4% en 2023) o 9,0x EBITDA y 9.540M€ sin deuda IFRS-16, equivale a 8,1x EBITDA y 6,7x a efectos de acuerdos de crédito. Reitera la guías de ventas 2023 (+10/+12%) y pone la del EBITDA ajustado en 1.450M€ (1.400/1.450M€ anterior). [Link a los resultados](#).

Los márgenes mejoran por el efecto del plan de reducción de costes

Los resultados son inferiores a lo esperado en ventas y algo mejores en EBITDA y EBIT. El margen bruto mejora apoyado por subidas de precios en las principales proteínas, un aumento en el plasma recogido de +10% y, una reducción del coste por litro del plasma de -22%. Este efecto unido a mejoras operativas impulsan el margen EBITDA ajustado hasta 23,4% en 3T vs. un promedio de 20,5% en los seis trimestres anteriores. La filial Biotest aporta el 7% de las ventas y sigue en pérdidas. La deuda financiera neta sigue aumentando, la ratio de endeudamiento nos parece excesiva. La venta de la participación en la cotizada Shanghai RASS podría materializarse en 1S 2024, su valor contable son 1.900M€ y el valor de mercado 1.600M€. Esta desinversión recortaría 3 puntos de la ratio de endeudamiento y, reforzaría la posibilidad de retomar el dividendo. El ROCE es 3,8%, inferior al coste de la deuda Reiteramos nuestra recomendación Neutral y, ponemos nuestro Pr. Obj. En Revisión desde 13,20 €/acc.

Ajustamos el Pr. Objetivo hasta 13,40 €/acc. Recomendación Neutral.

Ajustamos nuestras estimaciones para reflejar un margen EBITDA ligeramente superior al estimado anteriormente. Como consecuencia, elevamos nuestro Precio Objetivo hasta 13,40 €/acc. desde 13,20 €/acc. Nuestra recomendación Neutral queda invariada.

Los márgenes se recuperan tras siguen retrocediendo

- Las ventas aumentan en 3T 2023 a 1.598M€ (+3,7% a/a y +9,0% a tipo de cambio constante) y, en 9M 2023 a 4.822M€ (+10,8% y +11,7% a tipo constante).
- Los márgenes bruto, EBITDA y EBIT mejoran en 3T hasta 39,6% (+3,3 pp), 22,5% (+2,5 pp) y 15,7% (+2,6 pp) respectivamente. En 9M son 37,4% (-0,1 pp), 18,3% (-3,0 pp) y 11,3% (-3,1 pp). El margen EBITDA ajustado (23,4% en 3T) es inferior al 24,1% promedio de 2019-2022 y 28,9% de 2014-2018.
- El *cash flow* libre en 3T es +33M€ y -204M€ en 9M.
- La deuda neta incluyendo IFRS-16 aumenta hasta 10.573M€ (+4% en 2023) o 9,0x EBITDA y 9.540M€ sin deuda IFRS-16, equivale a 8,1x EBITDA y 6,7x a efectos de acuerdos de crédito.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de Euros	3T22	3T23	Var. % a/a	Consenso	9MS22	9M23	Var. %
Biociencia GRF	1.157,4	1.258,2	8,7		3.372,0	3.699,3	9,7
Biociencia Biotest	107,8	109,5	1,6		206,1	366,6	77,9
Diagnóstico	169,6	156,3	-7,9		499,1	497,8	-0,3
Hospital	44,2	36,1	-18,4		96,8	118,7	22,6
Otros	62,1	37,5	-39,7		177,3	140,1	-21,0
Ventas	1.541,1	1.597,5	3,7	1.619	4.351,2	4.822,4	10,8
Variación a tipos constantes (%)	23,3	9,0			9,5	11,7	
Efecto tipo de cambio (%)	13,7	-5,3			9,3	-0,9	
Beneficio bruto	559,9	631,8	12,9		1.632,4	1.804,7	10,6
% ventas	36,3	39,6			37,5	37,4	
EBITDA ajustado	322,2	373,3	15,9	368	894,9	1.032,3	15,3
% ventas	20,9	23,4			20,6	21,4	
EBITDA	308,4	359,6	16,6		926,7	883,7	-4,6
% ventas	20,0	22,5			21,3	18,3	
Amortización	-107,0	-109,0	1,9		-297,9	-339,1	13,8
EBIT	201,4	250,6	24,4	247	628,7	544,6	-13,4
% ventas	13,1	15,7			14,4	11,3	
Resultado financiero	-114,8	-150,9			-313,6	-425,1	35,5
Resultado inversiones	-0,1	-0,1			-0,8	-0,9	20,4
BAI	86,5	99,6	15,1		314,4	118,6	-62,3
Impuestos	-27,3	-5,6			-78,6	-15,7	-80,0
Beneficio antes de minoritarios	59,2	94,0			235,8	102,9	-56,3
Minoritarios	-14,6	-34,5			-47,6	-99,6	109,4
Beneficio neto atribuible	44,6	59,5	33,6	74	188,2	3,3	-98,2
Flujo neto explotación	-109,9	155,6	-241,6		-78,3	51,9	-166,2
Flujo neto inversión	-37,8	-122,9	225,4		-1.834,8	-255,8	-86,1
Flujo de caja libre	-147,6	32,7	-122,2		-1.913,2	-203,9	-89,3
Dividendos	9,1	2,0			13,0	2,0	
Otros	-302,6	-194,7			-1.081,4	-162,3	
Variación deuda financiera neta	441,2	160,0			2.981,6	364,2	
Deuda financiera neta	10.503,6	10.572,5	0,7		10.503,6	10.572,5	0,7
DFN/EBITDA año móvil con IFRS-16	9,3	9,0			9,3	9,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Cuenta de resultados							
Ventas	6.721,0	7.403,6	8.324,4	8.817,5	9.258,4	9.635,8	
Beneficio bruto	2.520,4	2.850,4	3.246,5	3.438,8	3.657,1	3.806,1	
EBITDA	1.260,0	1.568,6	1.852,7	1.980,9	2.150,0	2.262,4	
Amortización del inmovilizado	-450,5	-443,1	-438,1	-434,9	-433,8	-434,7	
EBIT	809,5	1.125,5	1.414,6	1.546,0	1.716,2	1.827,7	
Resultado financiero	-576,4	-554,5	-423,9	-367,5	-363,7	-359,6	
Beneficio antes de impuestos	233,1	571,1	990,7	1.178,5	1.352,5	1.468,1	
Impuesto de sociedades	-23,3	-85,7	-198,1	-235,7	-270,5	-293,6	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-110,2	-255,0	-416,3	-495,3	-568,4	-617,0	
Beneficio neto atribuible	99,6	230,4	376,2	447,5	513,6	557,5	
BPA (€)	0,15	0,34	0,55	0,65	0,75	0,81	
DPA (€)	0,00	0,00	0,22	0,26	0,29	0,32	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	656,8	929,9	1.232,2	1.379,2	1.517,3	1.595,7	
Variaciones de NOF	-275,2	-293,8	-427,7	-167,2	-31,3	-171,1	
Inversión	-418,7	-418,7	-418,7	-418,7	-428,7	-438,9	
Cash flow libre	-37,1	217,4	385,8	793,2	1.057,3	985,7	
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	-150,5	-179,0	-205,4	
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	37,1	-217,4	-385,8	-642,7	-878,2	-780,3	
Balance							
Activo fijo neto	13.214,0	13.203,5	13.197,8	13.195,4	13.204,1	13.237,1	
Inmovilizado financiero	2.587,1	2.585,6	2.584,1	2.582,6	2.581,1	2.579,7	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	3.177,0	3.470,8	3.898,4	4.065,7	4.096,9	4.268,0	
Otros activos/(pasivos) neto	-101,3	-115,1	-128,9	-142,7	-156,4	-170,2	
Capital empleado	18.876,7	19.144,7	19.551,5	19.701,1	19.725,8	19.914,6	
Recursos propios	6.229,5	6.459,9	6.836,2	7.133,2	7.467,8	7.819,9	
Minoritarios	2.437,8	2.692,8	3.109,2	3.604,4	4.172,8	4.789,8	
Deuda financiera neta	10.214,4	9.996,9	9.611,1	8.968,4	8.090,1	7.309,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
NOPLAT			1.131,7	1.236,8	1.372,9	1.462,2	
Amortización			438,1	434,9	433,8	434,7	
NOF			-427,7	-167,2	-31,3	-171,1	
Inversión			-418,7	-418,7	-428,7	-438,9	
Cash flow libre			723,4	1.085,8	1.346,7	1.286,9	
Valor terminal						20.297,7	
Flujo a descontar			723,4	1.085,8	1.346,7	21.584,6	
Factor descuento			0,94	0,88	0,83	0,77	
VAN del flujo			678,7	955,7	1.112,1	16.721,6	
Valor empresa		19.468,0					
Inversiones financieras		1.581,6					
Deuda neta		-9.011,0					
Provisiones		-166,4					
Minoritarios y otros		-3.726,3					
Valor equity (Dic-2024e)		8.145,9					
Precio objetivo (€ por acción)		13,40					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,8%	-0,3%	0,3%	0,8%	1,3%
	7,6%		6,33	7,53	8,91	10,48	12,30
	7,1%		7,99	9,39	10,99	12,84	15,02
WACC	6,6%		9,88	11,51	13,40	15,62	18,24
	6,1%		12,04	13,97	16,23	18,90	22,14
	5,6%		14,55	16,85	19,58	22,88	26,93

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja libre. Las participaciones por puesta en equivalencia se valoran por separado.

Hipótesis principales

WACC 6,6%, Crecimiento perpetuo "g" 0,25% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €13,40

- TAAC ventas 2022-2028e: +8%
- Margen EBITDA 2028e: 24%

Positivo €15,20

- TAAC ventas 2022-2028e: +10%
- Margen EBITDA 2028e: 26%

Negativo €9,20

- TAAC ventas 2022-2028e: +6%
- Margen EBITDA 2028e: 24%

Vectores principales

- Evolución márgenes
- Evolución *pipeline* de Biotest
- Entorno pre pandemia

Catalizadores

- Desinversiones y recorte del endeudamiento
- Aportación a beneficios de las adquisiciones recientes y Biotest
- Evolución del plan de recorte de gastos y mejora de eficiencia

Riesgos

- Endeudamiento elevado
- Ampliación de capital
- Negocio de crecimientos recurrentes bajos que exige adquisiciones para acelerar el crecimiento
- Posibles conflictos de intereses con el accionista mayoritario que es suministrador de materia prima
- Cambios regulatorios

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
16/02/2023	Comprar	16,00
28/02/2023	Comprar	16,00
09/05/2023	Neutral	En Revisión

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
10/05/2023	Neutral	11,25
27/07/2023	Neutral	13,20
02/11/2023	Neutral	En Revisión
07/11/2023	Neutral	13,40

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin